

转型期金融运行与 经济发展研究

Financial Functioning and Economic
Developing During China's Transition

刘 明/著



科学出版社

转型与
经济发展研究

**Financial Functioning and Economic Developing
During China's Transition**

刘 明/著

科 学 出 版 社

北 京

内 容 简 介

本书以学术史与理论演进为分析中国问题的逻辑起点,对利率政策作用机制、货币需求与货币均衡动态做系统分析,围绕货币流通速度变化对货币供求、利率、通货膨胀、投资、经济增长等变量协同趋势进行刻画并提出货币政策建议。指出 1998~2002 年通货紧缩是经济调整的重要机遇期,应着力解决全社会金融资产分布失衡、收入分配悬殊、消费增长缓慢等深层次问题。书中逐一分析 20 世纪 30 年代大萧条、东南亚金融危机及近期全球经济金融危机,提出重建国际货币体系的基本思路。通过对资产选择理论及其模拟实验的评价概括市场经济有效的条件,以模型实现描述实际期货市场有效边界并解释市场效率损失的机理。本书的学术贡献亦在于:首次揭示出马克思货币理论中隐含的利率运动规律;以马克思《资本论》第一卷文本谱系寻绎为方法论特征,消解“重新建立个人所有制”命题及公有制范畴,对马克思所有制理论做全新解读;诠释马克思生态思想的当代意义及其对经济学科进步的隐喻。

本书适合金融理论工作者、金融管理部门和金融业界人士阅读,亦可作为经济学专业高年级本科生、研究生教学参考用书。

图书在版编目(CIP)数据

转型期金融运行与经济发展研究/刘明著. —北京:科学出版社, 2017.9
ISBN 978-7-03-051074-7

I. ①转… II. ①刘… III. ①经济转型期-金融运行-经济发展-研究-中国 IV. ①F832

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 303100 号

责任编辑:徐 倩/责任校对:王晓茜
责任印制:徐晓晨/封面设计:无极书装

科学出版社出版

北京东黄城根北街 16 号

邮政编码:100717

<http://www.sciencep.com>

北京京华虎彩印刷有限公司印刷

科学出版社发行 各地新华书店经销

*

2017 年 9 月第 一 版 开本:B5(720 × 1000)

2017 年 9 月第一次印刷 印张:19 3/4

字数:400 000

定价:128.00 元

(如有印装质量问题,我社负责调换)

陕西师范大学优秀学术著作出版基金资助

谨以此书

献给我的父亲母亲



（摄于 1979 年 3 月，西安·陕西师范大学）

刘明，陕西渭南人。恢复高考后先后就读于陕西师范大学化学系、中国科学技术大学系统科学与经济管理系运筹学研究班（金融工程方向）。经济学硕士。陕西师范大学西北历史环境与经济社会发展研究院教授，博士生导师，陕西师范大学金融研究所所长。中国宏观经济管理教育学会副会长，中国数量经济学会常务理事，陕西省经济学学会副会长。研究领域为货币经济与金融市场、宏观经济运行与调控和马克思经济理论。主要著作有《转型期金融运行与经济发展研究》《农产品价格波动、通胀预期与货币政策》《农贷配给、农户意愿与农业资本市场——基于农户调查、农贷与农业资本市场数据计量分析》《农村金融体系重构与西部金融发展若干问题研究》《中国转型期货币流通速度分析——基于引入一阶替代变量的观测》《论后危机时代的国际货币体系——解读美国式危机》《论利率运动规律——对马克思利率理论的重新探讨》《马克思所有制理论若干范畴译名与释义考辩》《双重异化、新陈代谢断裂与生态冲突求解——马克思生态观之当代意义》。

[illegible]

由于持有者(长期)持有并作为个受偿者，
不能把这种权利作为利的所有者，所以应当以
其努力程度，(即)其付出比例、股票等作为其应得部分
时(即)其应得部分(即)其应得部分(即)其应得部分(即)其应得部分
为要)，(即)其应得部分(即)其应得部分(即)其应得部分(即)其应得部分
(即)其应得部分(即)其应得部分(即)其应得部分(即)其应得部分

序

本书书写着笔者独立思辨的落英缤纷，也承载着学术历程的艰涩与愉悦。笔者与众学子交流读书心得，述及为文倘若达致至情至性境界，必能笔走龙蛇，动辄数万言。不过，无论对理论命题还是现实经济的论说，若能行云流水，笔底生风，必经过长期精研经典，殚精竭虑，经历许多心灵的困顿与磨砺、亢奋与震撼。“向来枉费推移力，此日中流自在行”，因果自明，在眼前昨日，更在往时久远。“文章平易者多浅近，渊深者多艰涩。”书中各章多为对中国经济金融的观察，但又从理论史角度演绎论证。一些内容执著于抽象意义的“形而上”分析，指向却仍离不开家国意识。其中不乏平易浅近之说，但若读者偏好对社会经济热点的循迹追踪，只觉理论枯燥无趣，则难免生出渊深艰涩之感。当然，对于道行深远的学界方家，笔者实乃不揣浅陋罢了。因艰辛备尝，或偶有创见，凡伏案钩沉写作间隙，静夜漫步故园之时，心底颇有怡然气象。

本书对原有内容做了重要修改。未收入前版“西部地区金融安排与农村金融改革”的内容，以使主旨集中于宏观层面。增加了“全球金融不稳定与东亚货币合作”“后危机时代的国际货币体系”，以使对20世纪30年代迄今世界范围发生的三次金融危机做全面分析。增加“中国农产品期货风险溢价与市场效率”，作为对“现代资产选择理论研究”所评介资本资产定价模型（capital asset pricing model, CAPM）的一个应用。补充“双重异化、新陈代谢断裂与生态冲突求解——马克思生态观之当代意义”，并将前版关于马克思利率理论和所有制理论的研究整合为“马克思经济理论三论”，恢复公开发表或在全国学术会议宣读时的原题目。所收入的对马克思所有制理论的研究内容恢复了笔者最初呈现给学术界的全貌，即增加对《资本论》第一卷11个中外文版本逻辑关系的考证结论及版本源流谱系图，以便读者对《资本论》第一卷不同语种（涉及德文、法文、英文、俄文和中文五种文本）、版次的源流与译介传承关系有清晰认知，对《资本论》第一卷不同文本的地位做出判断，由此建立客观、科学理解马克思所有制理论的基础。

很有可能，读者在阅读本书时急切想知道笔者所研究问题为何，笔者自命题的研究结论如何。导论部分即满足读者上述阅读需求，尽管所列示结论仅为书中大观，而非全部。

“人生得一知己足矣，斯世当以同怀视之。”不可奢求机缘凑巧与笔者默然相

对的每一位读者苟同书中观点，但退而论之，凡能寻一僻静处屏息阅读本书几页或某章节，抑或有雅量亦有余暇品味拙作大半，无论质疑之、批判之、附议之、慨叹之，当笑呼之曰：知我者，莫如君。吾思之而成文，君阻隔而读吾心，岂非知己？

刘 明

2017年5月5日

于长安若虚斋

目 录

第一章 导论	1
第二章 转型期利率体系改革 (I): 利率理论	10
第一节 边际效用、边际生产力利率理论	10
第二节 可贷资金与流动偏好模型	16
第三节 金融抑制论的利率理论	18
第四节 利率期限结构理论述评	21
第三章 转型期利率体系改革 (II): 利率政策	26
第一节 利率作用机制	26
第二节 中国利率体系改革历程及面临的问题	29
第三节 利率政策调节效果分析	35
第四节 中国是否进入“流动性陷阱”	41
第五节 1997 年以后利率政策的传导机制	43
第四章 货币需求理论演进与中国货币需求分析	51
第一节 货币需求理论演进述评	51
第二节 对货币需求的实证研究	58
第三节 体制转轨与中国货币需求分析	63
第五章 货币均衡与中国宏观经济运行	69
第一节 货币均衡条件	69
第二节 货币供给的外生与内生	73
第三节 货币供给、货币需求与宏观经济运行	78
第六章 中国转型期货币流通速度分析	86
第一节 概念框架	86
第二节 中国货币流通速度分析	90
第三节 结论及政策含义	98
第七章 通货紧缩背景下的经济周期分析	100
第一节 理论述评	100
第二节 关于中国通货紧缩的十个问题	103
第三节 经济周期理论与周期变形	109
第四节 中国转型期经济周期变形分析	113

第八章 中国经济发展中的政府职能改革	121
第一节 环境变迁与制度演进中的政府职能改革	121
第二节 中国经济发展中的公共经济政策	129
第三节 中国经济发展中的金融与货币政策创新	139
第九章 东西方宏观经济视点	151
第一节 大萧条——错误行为导致的世界性灾难	151
第二节 东南亚金融危机——金融自由化的悲歌	157
第三节 全球金融不稳定与东亚货币合作	165
第四节 后危机时代的国际货币体系	176
第十章 现代资产选择理论研究	189
第一节 现代资产选择理论及相关检验评析	189
第二节 现代资产选择理论若干问题思考	197
第三节 猜想-反驳图式——西方经济学的方法论特征	202
第十一章 金融衍生市场：发展与前瞻	209
第一节 金融衍生市场的双重经济效果	209
第二节 中国金融衍生市场的发展与前瞻	215
第三节 中国农产品期货风险溢价与市场效率	218
第十二章 马克思经济理论三论	236
第一节 论利率运动规律——关于马克思利率理论的新观点	236
第二节 论“重新建立个人所有制”命题的消融——文本叙事与文本 对话	246
第三节 双重异化、新陈代谢断裂与生态冲突求解——马克思生态观 之当代意义	268
附录一 金融内在不稳定假说：资本主义过程和经济行为	282
附录二 中国货币与经济数据	300
后记	304

第一章 导 论

改革给中国经济发展注入了极大的活力，无论从国民经济总量和人均收入等经济指标还是从经济结构判断，中国在改革开放以后已发生了翻天覆地的变化，变革的浪潮也波及和浸润到思想文化与意识层面。我们曾经年轻的生命与祖国风雨相伴，我们总是期待和猜测着明天会是什么样子，我们感到脚下亲切的泥土是那样凝重。但我们庆幸，我们亲眼目睹了祖国已经走过的改革历程。

笔者从 20 世纪 90 年代中期开始从理论、政策两个角度观察中国经济问题。关于经济学术研究凯恩斯曾经说过一段颇有启发的话，大意是说人们都是在旧的学说体系下被熏陶出来的，旧的理论方法和思想已经深入人心，所以，问题不在于如何建立新说，而在于如何打破旧说。笔者长期关注经济金融理论和现实经济问题，对于时下流行的理论和经济政策实践或有心得，所以不揣冒昧，撰著成书，与学界交流。

—

企业部门、社会居民和金融系统对利率变动的反应体现中国转型经济的特点。中国利率机制尽管尚未完全市场化，但由于市场框架已基本形成，中央银行利率调节手段趋于灵活。到 2004 年，在决定利率水平方面，金融机构已经被允许在一定范围浮动，货币市场利率除存贷款利率外则基本放开。在原有体制惯性作用下宏观调控部门确定利率水平更多是考虑企业、银行、财政三方利益的均衡，较少考虑市场资金供求与价格水平变动。在 20 世纪 90 年代以后，融资机制变化及国际利率变动使中央银行调节利率要考虑的因素复杂化。1996～2002 年，利率调节的方向是对经济运行的积极适应，八次降息累计的力度显著，具体下调幅度接近企业利润率水平，对通货紧缩起到不可或缺的缓冲作用。存在的问题是一旦预见到通货紧缩，中央银行要打破货币政策适宜进行微调的思维定势，加大利率调节的节奏与幅度，1997 年的实际经济情况既有这种必要也有可能。根据理论分析和实际因素及我国货币政策特点判断，中国在 1997 年以后未进入“流动性陷阱”，原因是利率没有到不能再降的低水平、经济增长速度较高及存在非完全市场化的利率机制。

在中国体制转轨过程中利率具有结构化效应，利率变动对城市影响较农村更

为显著,对非公有制经济影响较公有部门更甚。在改革开放时期前 20 多年中实际利率上升最初具有“麦金农效应”,较高经济增长受到实际正利率动员储蓄的支持,其后实际利率上升起到抑制经济增长的作用,一定程度上说明企业“货币幻觉”消失。1997 年底出现通货紧缩之后,国家信用成为利率政策的重要传导渠道。

二

现代货币需求理论仍然是分析中国转型经济的重要理论基础。持久收入、机会成本变量分别对货币需求的交易动机、预防动机产生影响,中国货币需求的主要特点是货币贮藏职能日益明显,从而通过流通速度变化导致货币供给内生倾向增强,货币内生从“政治内生”“体制内生”向潜在的微观层次转化。体制变迁使货币需求的机会成本变量出现不稳定,交易性货币需求也不限于商品和劳务,而是扩展到金融需求。除了滞后变量与当期变量以外,对机会成本变量,如价格、利率的预期也影响着货币需求。国内对货币需求的研究目前还没有将预期不确定性、金融创新和金融交易纳入计量模型中。

根据魏克塞尔、米尔达尔等对货币均衡的分析,判断中国货币均衡问题比较可行的途径是,综合货币供给、总供求变动观察通货膨胀率的稳定性,物价水平显著上升或短期内通货膨胀率陡降甚至进入通货紧缩,表明货币供求失衡。中国自 20 世纪 80 年代中期到 1999 年经济两起两落,与经济起落伴随的是货币供给由扩张转为紧缩,存在较为明显的不稳定性。在经济运行收缩期间,货币政策在一定程度上陷入被动局面,1998 年货币政策扩张但各项货币指标收缩充分说明了这一点。

引入货币流通速度变化率进行分析可以得出系列结论。在中国,货币流通速度变化是对货币需求或货币供给变动后使货币短期失衡的一种不容忽视的调节机制,尤其当货币供给异常变动时,货币流通速度及其变化率总是改变自身与实际利率、通货膨胀率和投资增长率的相对运动方向,流通中现金的表现尤为突出。现金流通速度与经济周期关系较为清晰,超前周期 1~2 年,原因是市场需求变动首先在现金流通速度上有所反应。1993~1996 年现金流通速度高达 30.46%,是货币市场创新的直接后果。广义货币流通速度变化率与经济周期较好地保持一致,这既有可能说明广义货币有较强内生生化特征,也可能说明控制广义货币对影响实际变量更为有效。类似地,广义货币流通速度变化率与名义、实际投资增长率均较好同步变化。但当投资周期性上升时广义货币存在规模节约——即流通速度变化加快,在周期性下降过程广义货币流通速度下降相对趋缓,说明存在规模不经济,这两个方面也是广义货币内生化的反映。

我们选择国内生产总值 (gross domestic product, GDP) / M_2 作为货币收入流

通速度,所以,对货币收入流通速度下降趋势的解释也同时解释了货币化率(M_2/GDP)上升的趋势。比较美国 1839~1939 年货币收入流通速度下降并参照塞尔登的有关解释,说明中国货币化率上升并未达到难以理解的地步,麦金农所谓的“中国之谜”实际上不存在。

相关分析的政策含义是中央银行进行货币数量控制要考虑货币流通速度变化的抵消作用,在广义货币内生性增强条件下逐渐转向以利率作为中介指标。

三

中国 1991~1999 年经济周期出现新的变化,经济周期变形与通货紧缩都是经济体系深层次一系列变动的结果。经济史中温和的通货紧缩可以与经济稳定增长甚至快速扩张并行不悖,但严重通货紧缩对经济发展造成的损失难以估计。中国 1997 年底开始出现的通货紧缩持续约五年,1998~2002 年五年间零售物价年均下降 1.836%,最高年份(1999 年)下降 2.99%,可以判断为温和的通货紧缩。但由于劳动力人口就业压力及国有企业部门存在低效率问题,通货紧缩仍然产生了一些负面效应。考虑到温和的通货紧缩对企业的筛选机制及实际上导致国内企业降低成本、提高劳动生产率等因素,中国通货紧缩既有不利一面,也有积极效果。就业增长率没有随经济增长率上升而上升是我国一个长期趋势,其中的因素涉及经济社会发展政策的制定是否将就业置于重要地位。换句话说,通货紧缩可能是失业增加的结果,而不是相反。

通货紧缩期间过剩的实质是消费与积累中消费比例明显下降,更深层次原因是社会不公平状况加剧,这已经引起有关国际组织的注意。中共十六大极为关注全社会收入分配问题,中共十六届三中全会更提出五个统筹,均与此有关。我们应该追求一种健康的社会发展模式,而不仅是经济增长。通货紧缩预示着要进行一次渐进但比较大的调整,中国的发展需要提高普通劳动者尤其是农民和技术工人的社会地位,需要通过分配和再分配机制从根本上改变低收入群体的生存状况。

应该同时认识到经济体制变迁中的积极因素,有关学者将中国经济周期在改革以后的变化总结为“高位-平缓型”,经济运行避免负增长,波动减缓,1991~1999 年收缩过程平均每年经济增长率下降约 1 个百分点,至 1999 年仍然保持 7.1% 的增长,说明宏观经济调控在一定程度上趋于成熟,经济体系内部抵御冲击能力加强。

中国经济运行的第九个短周期(1991~1999 年)变形说明经济已经步入后转型期,推动经济增长的模式由自上而下转变为自下而上,银行与企业预算约束在一定程度上硬化。同时还表明经济体系对外部依赖增强,在经济下滑过程中保持

较高的增长带有明显的反周期政策痕迹。中华人民共和国成立以前,中国现代史的经济政治特点可能决定了1953年以后是我国第一个经济长波的开始,目前处于第二个长波的启动阶段,短周期的低谷(1999年)既是第一个长波的结束,也意味着第二个长波近期开局良好,结构化效应比较明显。

四

社会变革涉及政治、文化、经济等不同层面,也辐射到了社会阶层、社会意识、社会交往形式等社会生活领域。制度变迁与连续20多年高增长之后经济进入新的发展阶段,一系列变革对政府职能变化和经济政策提出挑战。

政府职能改革的原则是必须遵循其职能目标,与宏观经济发展联系表现在下述方面:资源有效配置、经济增长、公平分配、国际经济关系协调。现阶段经济较快稳定增长所面临问题是虚拟经济对实体经济影响增强,世界经济活动对国内经济产生波及效应,资源约束、环境恶化和突发事件对经济发展形成制约。收入分配不公平现象也在显著影响经济效率,我国在人均GDP达到1000美元时出现过剩,在很大程度上是分配关系不合理的后果。

在新的条件下,财政政策宏观调控的职能重点是纠正市场失灵,在稳定、效率和公平之间,财政对实现公平目标具有不可替代的作用,在今后以至长期,财政宏观调控要以此作为政策的重要着力点。我国经济已经由短缺经济转变为过剩经济,财政宏观调控在很大程度上要发挥内在稳定器的功能,既要防止过热,也要防止过冷。迈入20世纪初出现经济结构失调并不说明总需求不足已经得到解决,所以财政政策可能有短期变化,但不能长期淡出。此外,财政调节要对公共物品生产及私人部门不具有优势但具有正外部效应的私人物品的生产提供支持,在开放经济条件下对外部均衡施加应有影响。规范转移支付要兼顾公平与效率原则,要将地方政府因满足公共需要所产生的支出与其财政收入能力的客观评估作为中央财政转移支付的依据。要加强研究论证,以立法措施作为规范财政转移支付的重要保证。

改革开放以后中国金融结构变化主要体现在国民财富的分配与积累向私人部门倾斜,但当财富积累进入再生产过程时却存在由国家主导下通过国有银行向国有企业的大量配置。金融结构变迁的教训在于存在收入分配格局市场化与资金配置格局中计划体制惯性还在起作用这种“二律背反”现象。结构变化中另一问题是私人部门(主要是居民)金融资产集中在储蓄存款中,潜在因素是直接融资市场不规范,上市公司绩效仍不容乐观,国家对各类公司债券发行控制过严。

经历1998~2002年通货紧缩以后,金融制度演进的特点是全面推进国有银行产权改革,通过对国有商业银行的重组上市,增强其市场竞争力并规范内控机制。

不过,金融制度演化不可避免地具有制度外生或外部秩序主导的特征,应注意维护与支持内生的非正式制度安排向正式规则的各种演进形式。实践将会证明,关于国有金融部门的股份制改革仅仅是一种按博弈规则论设计的弧形弯道,其功能是防止市场演化出现的某种偏离,但这并不代表最终证明其是有效的银行组织形式。换言之,在金融改革中要对民间金融采取一种更为宽容的态度。

五

与 20 世纪 30 年代大萧条比较,90 年代末爆发的东南亚金融危机与近期全球经济危机更多体现出全球经济失衡。对大萧条的经典解释分别是费雪的债务负担-通货紧缩相互作用机制、凯恩斯的有效需求不足理论,以及弗里德曼所声称的美国联邦储备局(以下简称美联储)货币政策失误。凯恩斯主义学者认为在总供给与总需求均衡模型中,社会自发消费和总投资(不受收入影响)作为总的自发支出在大萧条期间明显下降,从而导致产出下降。货币主义学者则认为,美联储没有适时满足 20 世纪 20 年代晚期证券市场交易增加的货币需求,所以尽管名义货币供给没有下降,却发生了实际的货币紧缩。1924 年以后公开市场业务成为受到青睐的政策工具,不过,公开市场操作首先面临的问题是对强力货币的影响受到会员行借入准备金的抵消。公开市场操作也具有不可逆性,在前期因为紧缩的公开市场操作受到损害的部门,在以后扩张性操作中无法得到补偿。公开市场操作在扭转衰退时是一种迟钝的工具。

预期理论被用于分析大萧条,争论问题包括通货紧缩是否被预期到,是预期抑或非预期的通货紧缩酿成大萧条。伯克南与罗默认为通货紧缩未被预期到,在 1929~1930 年充满着对经济前景的乐观预期,经理人对实际利率的事前估计很低,不可预期的通货紧缩增加了债务实际负担,引起贷款违约。实际发生的通货紧缩降低了借款人净值,提高了债务-资本比率,诱致企业家冒险欲望膨胀,并降低投资水准,激化了破产的可能性,最终使总供给与总需求减少。新观点的挑战认为货币市场利率隐含通货膨胀预期信息,指出 1930~1932 年的通货紧缩有 3/4 被预期到。市场预期到了通货紧缩的持久性,从而引起由实物资产向货币的调整,导致负的净投资,使经济发生实质性的萎缩。对农产品期货价格中蕴含预期数据分离所做的研究支持上述结论。

东南亚金融危机对经济金融界的影响犹如打开了潘多拉盒子,有关危机的争议问题包括危机有无政治背景,如何由危机起因分析一国经济发展与民族文化特质之间的联系,国际货币基金组织(International Monetary Fund, IMF)援救危机的绩效如何,同时危机也促使经济金融理论更为关注国际资本流动及全球治理问题。对东南亚金融危机的外生冲击,主要指国际金融投机家携巨资对不同国家、

地区的汇市、股市、期市进行投机性狙击。经济结构失衡因素包括产业结构、汇率体系、国际收支状况、金融市场结构等,甚至指向政治体制与民族文化的内在缺陷。克鲁格曼认为亚洲国家政府及 IMF 的错误政策反应从根本上激化了投资者的悲观预期,最终诱发危机。金融体系透明度差及金融系统监管不力也实际助长了危机发生的可能性。

理论界普遍认为对美国次贷危机引发全球经济金融危机缺乏“合理预期”,事实并非如此。斯蒂格利茨所著《喧嚣的九十年代:一部关于全球最繁荣十年的新历史》一册在手,我们会发现,危机的“伏笔”已昭然若揭。美国 20 世纪 90 年代繁荣和之后的衰退即预示着有一场经济灾难,美联储宽松的货币政策是一场“幸运的错误”,危机一旦来临势必更加深重。政府角色最小化造就疯狂的市场,期权激励引诱首席执行官(chief executive officer, CEO)虚增利润和鼓胀股市泡沫,资产证券化及对垃圾债券提供信用增级促使银行信贷无限放大。当冒险成为一种生活方式,美国投资者几乎普遍成为明斯基笔下的“庞茨”融资者,当事人净现金流普遍沦为负值。热衷金融套利成为“时尚”,人们普遍感到通过生产贡献价值并取得财富是漫长而难挨的等待。这一切孕育了危机。

“美国式危机”除美国体制内病因以外,国际货币体系中事实上存在的美元本位也难辞其咎。特里芬所指美元危机并未消除,美元作为国际清偿手段的结果是美国不断集聚的经常账户逆差,由此诱发国际经济失衡。第二次世界大战以后几乎全部有国际影响的货币金融危机均与美国主导的国际货币体系有关。后危机时代的国际货币体系调整无疑将涉及世界货币格局变动,包括原有各种世界货币元素的流通地位此消彼长和国际储备货币的重新安排。同时,适应区域经济一体化的区域货币合作也将重新布局,欧元即属于成功的范例。

六

微观金融结构和金融市场上投资者的资产选择行为是宏观金融效率的重要决定机制。现代资产选择理论以一系列 CAPM 为基本概念框架,在金融经济学领域引起一场革命。CAPM 已成为当代微观金融前沿理论的基础和经典,其基本特点是将风险因素引入资产组合决策并进行数学处理。对 CAPM 的检验实际上是对不同金融市场效率的检验,美国学者根据 CAPM 所做的市场行为检验实际上证明市场效率取决于市场规则、主体经济和金融意识与竞争潜能,市场规则要同时考虑约束、激励和信息传输机制等因素。约束意味着对投资者而言市场施加一定风险是必要的,没有风险的市场是最危险的市场。

由现代资产选择理论可以反思我国传统的经济学研究方法。CAPM 的发生与

发展过程很好地体现了西方现代经济金融理论的假设、推理与演绎特点。遵循波普尔所谓的猜想-反驳原理,经济科学知识的增长也呈现出一种四阶段循环运动的序列变化过程,即问题→尝试解决→排除错误→新的问题。每一个过程是理论生成的阶段,但新的过程又代表着对原有理论的扬弃和创新。逻辑演绎过程并非无懈可击,在实际的理论史中也实际上被融进了经验、归纳方法,并对其生成结果进行检验。但不得不承认,其方法论优势是加速理论涌现和避免了归纳法的一系列缺陷。由资产选择理论体现的西方经济学方法论涵括的否定与反驳过程、真理度范畴对我们有一定的启发意义。

金融衍生市场在 20 世纪 80 年代以后迅速发展,这是对国际金融市场利率、价格、汇率波动的一种积极适应。从本质上讲,衍生工具同一般商品交换都具有交易双方发挥比较优势和增进个人及社会利益的机制优化特点,但衍生工具与市场既有锁定风险功能,又有投机套利功能,所以,衍生市场发展也可能加剧系统风险,在各类市场原生工具价值突然反转情况下尤其如此。从市场机制发展过程看,衍生金融市场出现有其内在必然性,我国曾经有过试办金融期货市场的经验与教训,商品期货市场也已经得到社会良好反映,需要做好认识上和有关市场规则方面的准备,把握机遇,兴利除弊,适时发展衍生金融市场,从而对现货市场和经济运行产生积极影响。

七

马克思货币理论中蕴含着“平均利率等于一般利润率”的思想,不过由于囿于特定时代的对于经济史的观察,马克思并未得出关于利率与利润率关系的最终结论。马克思观察到两种利率与利润率的历史图景:中世纪的高利贷;资本主义转变期借贷资本利息率和利润率的关系。上述两种历史图景中利息率与利润率的关系“倒转”,在高利贷占统治地位时期利息率决定并制约资本收益率,资本主义时代则是利润率决定利息率。法律、传统和习俗对利率的压制成为重要干扰因素,使人们难以观察到利率运动规律。经济规律在不同社会经济背景下的作用强度、作用方式和可观察、解析的程度存有差异。

将利息率决定规律表现方式及相应的利率与利润率的数量关系,区分为以下三个方面。

第一,资本主义以前阶段,高利贷利率远远高于利润率。生息资本垄断和封建贵族统治结合在一起造成对借贷者的超经济剥削。

第二,资本主义诞生以后的上升时期,平均利息率低于一般利润率。这是特殊社会背景下资本主义工业扩张的需要和封建贵族上层寻找寄托的需要相结合的产物。